

食品饮料/必需消费

黑芝麻 (000716)

新产品顺利, 实现股权激励目标信心足

——黑芝麻调研报告

胡春霞 (分析师) 吕明 (分析师)
021-38676186 021-38675864
huchunxia@gtjas.com lvming@gtjas.com
证书编号 S0880511010015 S0880514080005

本报告导读:

市场认为黑芝麻较难完成 2015 年股权激励计划设定的经营目标, 我们认为 2015 年新产品可实现盈亏平衡, 老产品利润+定增富余资金的利息收入, 完成目标可能性大。
投资要点:

- **维持增持评级。**我们认为公司正发生积极变化, 2013 年以来, 公司先后二次定向增发且大股东或实际控制人质押股票参与、集团物流公司注入、更换执行总裁、员工股权激励等, 可见管理层对公司经营的决心; 另一方面, 公司新产品爆发增长初见端倪, 未来有望在食品公司中表现亮眼。我们维持 2014-2015EPS 预测分别为 0.25、0.50 元, 维持目标价 19.15 元, 对应 2015 年 PE38 倍。
- **我们预计芝麻乳 14 年税前收入 3 亿, 15 年 6 亿, 芝麻糊未来几年增速 10-15%。**1) 芝麻乳以黑营养概念区别竞品, 兼具饮料和方便食品功能, 14 年前三季度收入达 1.7 亿, 以 BC 类超市为主要渠道, 豫冀浙鄂已初获成功。2) 芝麻糊产品遇 10 亿收入瓶颈, 公司通过渠道下沉及产品结构升级寻求突破, 预计未来仍能维持 10-15% 左右增速。
- **销售职能由经营客户转变为经营市场。**公司销售部门职能由协调当地经销商的经营客户模式, 转变为管理、开发终端的经营市场模式, 招商从地级市转向县乡级, 我们认为渠道精耕将有利于公司继续挖掘老产品的潜力以及新产品在 BC 类超市的快速上量。
- **完成股权激励业绩目标可能性大。**1) 我们预计 2015 年芝麻乳收入 6 亿, 可实现盈亏平衡; 2) 预计芝麻糊含税收入 11-12 亿, 可贡献 1.1 亿净利润; 3) 9 亿定增资金到位后, 预计财务费用下降+利息收入可贡献 3000-5000 万净利润; 同时资金充足使公司有能力在淡季低价储备芝麻, 降低生产成本; 4) 预计物流业务可贡献 600-700 万净利润。
- **风险提示:** 食品安全问题、新品芝麻乳收入增速大幅下滑。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	641	1,306	1,496	1,952	2,537
(+/-)%	10%	104%	15%	30%	30%
经营利润 (EBIT)	-7	66	101	186	255
(+/-)%	-116%	1058%	53%	86%	37%
净利润	19	41	78	156	214
(+/-)%	51%	121%	90%	100%	37%
每股净收益 (元)	0.10	0.17	0.25	0.50	0.68
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-1.1%	5.0%	6.7%	9.6%	10.1%
净资产收益率 (%)	5.4%	4.9%	4.4%	8.3%	10.5%
投入资本回报率 (%)	-0.8%	6.7%	6.9%	12.7%	12.2%
EV/EBITDA	149.1	41.6	34.2	20.2	16.4
市盈率	158.6	98.8	66.1	33.0	24.1
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.15**

上次预测: 19.15

当前价格: 15.58

2014.11.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.41-17.68
总市值 (百万元)	4,861
总股本/流通 A 股 (百万股)	312/171
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	3.32
日均成交值 (百万元)	50.14

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	855
每股净资产	2.74
市净率	5.7
净负债率	21.79%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.08	0.09
Q2	0.01	0.03
Q3	0.02	0.04
Q4	0.05	0.09
全年	0.17	0.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	22%	41%
相对指数	1%	20%	44%

相关报告

《股权激励解锁条件高, 新品迎来爆发增长》
2014.11.04

《芝麻乳亮眼, 芝麻糊平淡》2014.10.24

《老品稳定发展, 新品具成功潜质》2014.04.25

《收入增长超市场预期 芝麻乳增长加速》
2014.01.10

《费用投入持续加大 关注新品拓展进程》
2013.10.27

模型更新时间: 2014.11.19

股票研究

必需消费
食品饮料

黑芝麻 (000716)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.15

上次预测: 19.15

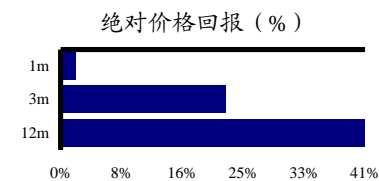
当前价格: 15.58

公司网址

www.nanfangfood.com

公司简介

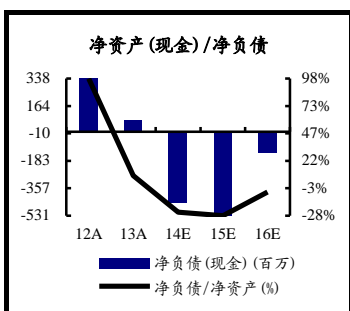
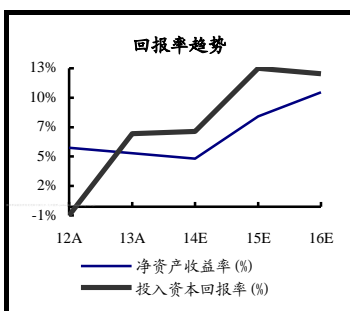
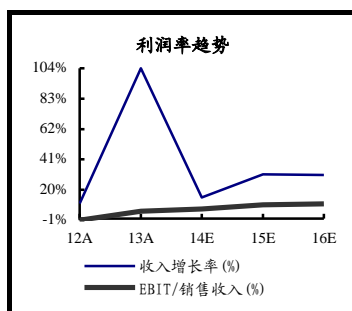
公司是广西一家由广西壮族自治区政府组建的上市公司, 集团经过重组、产业战略调整, 目前已发展成为广西规模较大、实力较强、具有极大发展潜力的一家投资控股型企业, 公司“以黑芝麻产业为主”, 是国家农业产业化重点龙头企业, 拥有“南方”中国驰名商标, 享受国家农业产业化以及民族优惠政策, 控股子公司广西南方黑芝麻食品股份有限公司已有27年的糊类食品生产经营历史, 目前已形成南方黑芝麻糊、南方黑豆奶、黑八珍、南方核桃粉等五大系列产品。其中南方黑芝麻糊在国内处于领先地位, 是中国糊类第一品牌。



52 周价格范围 9.41-17.68
市值 (百万) 4,861

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	641	1,306	1,496	1,952	2,537
营业成本	376	910	1,034	1,305	1,676
税金及附加	6	8	9	12	15
销售费用	209	256	278	359	472
管理费用	57	66	75	90	119
EBIT	-7	66	101	186	255
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	11	6	9	7
财务费用	17	34	29	28	35
营业利润	-2	41	77	167	228
所得税	4	5	9	19	26
少数股东损益	-1	0	0	0	0
净利润	19	41	78	156	214
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	47	244	752	818	411
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	34	34	34	34
固定资产合计	411	499	663	820	969
无形及其他资产	207	263	273	283	293
资产合计	954	1,459	2,379	2,700	2,798
流动负债	476	527	505	731	675
非流动负债	131	94	88	90	93
股东权益	345	834	1,781	1,875	2,027
投入资本(IC)	679	876	1,304	1,314	1,862
现金流量表					
NOPLAT	-6	58	90	166	228
折旧与摊销	29	34	37	43	51
流动资金增量	-50	-30	-322	157	-388
资本支出	-98	-38	-200	-202	-199
自由现金流	-125	25	-395	164	-308
经营现金流	41	107	-190	359	-123
投资现金流	-165	-203	-195	-193	-192
融资现金流	115	286	892	-99	-92
现金流净增加额	-9	191	507	66	-407
财务指标					
成长性					
收入增长率	10.3%	103.5%	14.6%	30.5%	30.0%
EBIT 增长率	-115.6%	1057.8%	53.3%	85.5%	36.9%
净利润增长率	50.8%	121.4%	89.5%	100.3%	36.8%
利润率					
毛利率	41.5%	30.3%	30.9%	33.1%	34.0%
EBIT 率	-1.1%	5.0%	6.7%	9.6%	10.1%
净利润率	2.9%	3.2%	5.2%	8.0%	8.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.4%	4.9%	4.4%	8.3%	10.5%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.8%	3.3%	5.8%	7.6%
投入资本回报率(ROIC)	-0.8%	6.7%	6.9%	12.7%	12.2%
运营能力					
存货周转天数	66	35	50	43	46
应收账款周转天数	35	16	10	10	10
总资产周转天数	506	337	468	475	395
净利润现金含量	2.20	2.61	-2.44	2.30	-0.58
资本支出/收入	15%	3%	13%	10%	8%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	42.6%	24.9%	30.4%	27.4%
净负债率	97.9%	8.7%	-25.1%	-28.3%	-6.6%
估值比率					
PE	158.6	98.8	66.1	33.0	24.1
PB	8.6	4.9	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	149.1	41.6	34.2	20.2	16.4
P/S	4.6	3.1	3.4	2.6	2.0
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		